

アドウェイズ (2489 東証マザーズ)

発行日: 2013/2/13
 調査日: 2013/1/31
 調査方法: 説明会

アフィリエイト広告大手でアプリ開発とアジア展開を積極化

> 要旨

◆ アフィリエイト広告大手で海外展開を推進

- ・伊藤忠商事系列のアフィリエイト広告大手。事業セグメントはPCインターネットやモバイル向けアフィリエイト広告の「広告事業」を柱に、アプリ開発やコンテンツ配信の「アプリ・メディア事業」、アジアを中心にアフィリエイト広告を展開する「海外事業」、新規事業等の「その他」など4事業。
- ・同社はグリー社のフィーチャーフォン向けリワード広告を独占供給するほか、13年3月期にはディー・エヌ・エー社との業務提携でモバイル向けリワード広告を独占供給。同時に中国のゲーム開発子会社強化や、アジア地域での事業展開を加速させるなど、広告事業と海外事業に経営資源を投入。

◆ 第3四半期決算は増収減益

- ・13年3月期第3四半期決算は売上高が前年同期比15.5%増の155.8億円、営業利益は同74.9%減の2.5億円。ディー・エヌ・エー社との業務提携で増収となるも、海外事業展開に伴う先行投資負担増で減益。
- ・13年3月期はスマートフォン広告及びインターネット広告、海外事業が拡大するも、広告事業のメディア費用増とアプリ・メディア事業苦戦に加え、先行投資負担増で減益は免れない見通し。

> 投資判断

◆ 海外拠点整備一巡で14年3月期は売上高成長に軸足

- ・14年3月期は海外拠点整備一巡で先行投資負担増が軽減されるうえ、増加した固定費を吸収すべく売上高成長に軸足を置く方針。広告事業は新規リワード広告主を獲得したほか、海外事業は広告とソーシャルアプリを強化。アプリ・メディア事業は新タイトルリリースでリワード広告と課金収入に加えメディア収入の拡大を図る。
- ・当センターは広告事業と海外事業を牽引役にした14年3月期の増収と、投資負担軽減による収益モメンタムの転換を予想。

◆ 中長期的な適正株価水準は142,000円～190,000円を想定

- ・同業他社比較から、同社の短期的な株価水準はフェアバリューと判断。一方、株式市場全体の水準訂正とアフィリエイト業界の成長性を考慮した業界の株価バリュエーションはPER15倍～20倍程度と推察。これに当センターの16年3月期予想EPS9,450.7円を当てはめた同社の中長期的な適正株価水準は142,000円～190,000円を想定。

業種: サービス業
 アナリスト: 馬目 俊一郎
 +81 (0)3-6858-3216
 manome@stock-r.org

【主要指標】	2013/2/1
株価(円)	102,500
発行済株式数(株)	79,970
時価総額(百万円)	8,197
上場日	2006/6/20
上場来パフォーマンス	-14.0%

	前期	今期予想
PER(倍)	10.0	21.7
PBR(倍)	1.7	1.6
配当利回り	1.1%	0.5%

	σ	β値
リスク指標	62.2%	1.2

【主要KPI(業績指標)】

携帯メディア数 (千件)	インターネット	モバイル
09/3期末	166	78
10/3期末	189	98
11/3期末	202	118
12/3期末	271	141

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン	8.6%	26.1%	-19.5%
対TOPIX	8.3%	4.5%	-28.7%

*用語の説明は最終頁をご覧ください

証券リサーチセンター
 審査委員会審査済20130207

アドウェイズ (2489 東証マザーズ)

> 収益モデル

(単位:百万円)	2011/3期 実績	2012/3期 実績	2013/3期 会社予想	2013/3期 予想	2014/3期 予想	2015/3期 予想	2016/3期 予想
売上高	15,907	17,972	21,000	21,130	22,830	24,830	27,030
前年比	20.9%	13.0%	16.8%	17.6%	8.0%	8.8%	8.9%
営業利益	860	1,320	320	380	580	750	1,210
前年比	24.9%	53.5%	-75.8%	-71.2%	52.6%	29.3%	61.3%
経常利益	864	1,334	370	430	580	750	1,210
前年比	30.1%	54.4%	-72.3%	-67.8%	34.9%	29.3%	61.3%
当期純利益	469	785	300	340	330	420	680
前年比	15.5%	67.2%	-61.8%	-56.7%	-2.9%	27.3%	61.9%
期末株主資本	3,541	4,924	-	4,670	4,964	5,348	5,985
発行済株式数(株)	79,855	79,970	79,970	79,970	79,970	79,970	79,970
EPS(円)	5,909.3	10,224.8	3,953.9	4,725.4	4,586.4	5,837.2	9,450.7
配当(円)	0.0	1,080.0	-	500.0	500.0	600.0	1,000.0
BPS(円)	46,910.7	61,570.8	-	64,899.3	68,985.7	74,322.9	83,173.6
ROE	13.5%	18.7%	-	7.1%	6.9%	8.1%	12.0%
株価(円)	66,700	126,800	102,500	102,500	-	-	-
PER(倍)	11.3	12.4	25.9	21.7	22.3	17.6	10.8
配当利回り	0.0%	0.9%	-	0.5%	0.5%	0.6%	1.0%
PBR(倍)	1.4	2.1	-	1.6	1.5	1.4	1.2

(注) 将来予想における PER、配当利回り、PBR は、レポート作成時の株価を用いて算出。

> 株価パフォーマンス



決算サマリー

> 事業内容

アフィリエイト広告大手でアジア展開を推進

◆ アフィリエイト広告大手で海外展開を推進

同社は伊藤忠商事系列のアフィリエイト広告大手。アフィリエイト広告はインターネット広告の一種で、最終ユーザーがクリック等のアクションを起こした時点で広告料が発生する成果報酬型広告。

事業セグメントは、PC インターネットやモバイル（フィーチャーフォン・スマートフォン等）向けにアフィリエイト広告を提供する「広告事業」を柱に、アプリ開発やコンテンツを配信する「アプリ・メディア事業」、アジアを中心にアフィリエイト広告を展開する「海外事業」、新規事業等の「その他」など4事業で構成されている。

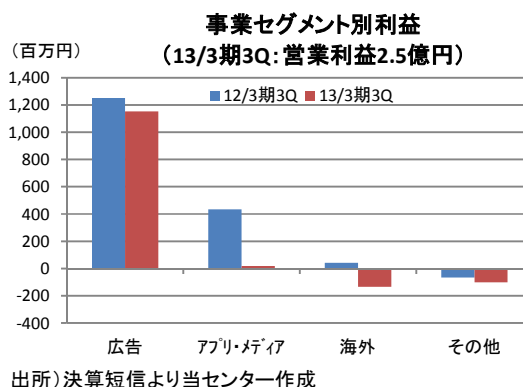
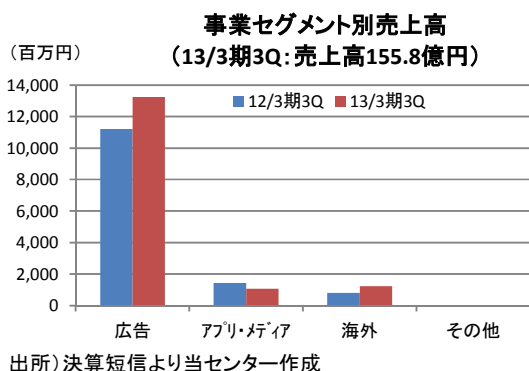
国内の広告市場全体が伸び悩む中、同社の属するインターネット広告業界にはフォローの風が吹いている。B to C 向け EC 市場（電子商取引市場）やソーシャルゲーム市場の拡大で広告需要が高まっているほか、スマートフォンやタブレット端末などのデバイス多様化で新たな広告手法が開発されるなど、インターネット広告市場は中長期的に成長が見込まれる有望分野と考えられる。

同社はグリー社のフィーチャーフォン向けリワード広告（アフィリエイト広告の一種）を独占供給するほか、2013年3月期からはディー・エヌ・エー社との業務提携でモバイル向けリワード広告の独占供給を開始。また、中国子会社でのソーシャルゲーム開発強化で国内大手 SNS（ソーシャル・ネットワーキング・サービス）へのゲーム提供や、中国を中心にアジア地域での事業展開を加速させるなど、広告事業と海外事業に経営資源を投入している。

> 決算概要

◆ 第3四半期決算は増収減益

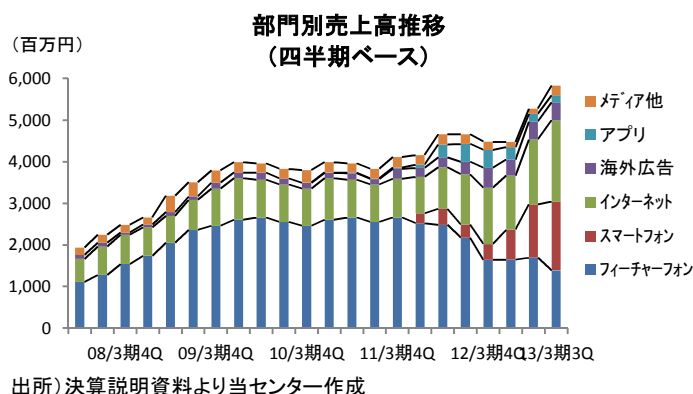
2013年3月期第3四半期決算は売上高が前年同期比15.5%増の155.8億円、営業利益は同74.9%減の2.5億円、四半期純利益は特別利益2.5億円計上で同60.3%減の2.7億円となった。



第3四半期決算は業務提携で増収となるも、先行投資負担増で減益

事業セグメント別に見ると、広告事業は売上高が前年同期比 18.2%増の 132.7 億円、セグメント利益は同 7.9%減の 11.5 億円。売上面ではグリー社向けリワード広告のフィーチャーフォン広告が大幅減となるも、これを 13 年 3 月期業務提携のディー・エヌ・エー社向けスマートフォン広告でカバーしたうえ、スマートフォン経由のインターネット広告が伸長。一方、利益面ではディー・エヌ・エー社向け広告の拡大でメディア費用が増加したうえ、人員拡充が収益を圧迫した。アプリ・メディア事業は売上高が前年同期比 25.7%減の 10.6 億円、セグメント利益は同 95.6%減の 0.1 億円。主な減収要因は競争激化による主力ゲームの苦戦と新規リリース遅れ。減益要因は減収に加え開発要員増によるもの。

海外事業は売上高が前年同期比 51.5%増の 12.3 億円、セグメント利益は 1.3 億円の赤字（前年同期は 0.4 億円の黒字）。売上面では中国を中心に日系企業や現地企業向けアフィリエイト広告が拡大するも、利益面では海外拠点整備に伴う先行投資的な人件費等で赤字に転落した。



> 業績見通し

◆ 13 年 3 月期会社計画を増額修正

第3四半期決算を受け、同社は 2013 年 3 月期計画を修正した。売上高は 195.0 億円→210.0 億円（前期比 16.8%増）、営業利益 2.5 億円→3.2 億円（同 75.8%減）、当期純利益 2.0 億円→3.0 億円（同 61.8%減）を見込む。

売上面ではフィーチャーフォン広告の減収は避けられないものの、スマートフォン広告とインターネット広告に加え、海外事業が牽引する見通し。一方、利益面では広告事業のメディア費用増とアプリ・メディア事業苦戦で原価率が想定以上に悪化するものの、海外拠点整備に伴う先行投資的な費用増は当初計画よりも抑えられる模様。

14年3月期は先行投資負担
軽減と広告事業及び海外事
業の牽引で収益モメンタム
の転換を予想

◆ 当センターは前回レポートの利益予想を減額修正

上記会社計画の修正に対し、当センターでは前回レポート(2012年7月発行)の売上高予想を据え置いても、広告事業のメディア費用増や収益性の高いアプリ・メディ事業苦戦を主要因に各利益予想を減額修正した。

◆ 海外拠点整備一巡で14年3月期は売上高成長に軸足

2013年3月期はディー・エヌ・エー社のモバイル向けアフィリエイト広告獲得で増収となるも、海外拠点整備に伴う先行投資負担やセールスミックス悪化による収益性が低下し、各利益の減益は避けられない見通し。これに対し、14年3月期は海外拠点整備一巡で先行投資負担増が軽減されるうえ、増加した固定費を吸収すべく売上高成長に軸足を置く方針。

まず、ウェイトの大きい広告事業は、スマートフォン広告強化に向けて新規リワード広告主を獲得済み。サービスライン拡充策として、クーポン共同購入などの0 to 0(Online to Offline)ビジネスなどを視野にした事業展開が予想される。

拠点整備一巡の海外事業は、中国・韓国・台湾でスマートフォン広告とソーシャルアプリを強化するほか、ベトナム・フィリピン・シンガポール・インドネシア・インドではインターネット広告に注力する方針。また、新規リリースが遅れていたアプリ・メディ事業は、クオリティを優先させながら12年10月～13年1月にかけて16タイトルをリリース。プラットフォームもApp StoreやAndroid Marketのほか、提携先のディー・エヌ・エー社(モバゲー)にも提供するなど露出度を高め、リワード広告のみならず自社開発アプリによる課金収入とメディア収入を高める計画である。

当センターでは広告事業と海外事業の拡大を見込み従来の売上高予想を継続するも、アプリ・メディ事業苦戦と広告事業のメディア費用増で原価率が想定以上に悪化したことから、14年3月期以降の利益予想を減額修正する。

業績予想

(百万円)

	2012/3期	13/3期E		14/3期E		15/3期E		16/3期E	
		旧	新	旧	新	旧	新	旧	新
売上高	17,972	21,130	21,130	22,830	22,830	24,830	24,830	27,030	27,030
前期比	13.0%	17.6%	17.6%	8.0%	8.0%	8.8%	8.8%	8.9%	8.9%
営業利益	1,320	630	380	1,080	580	1,350	750	1,610	1,210
前期比	53.5%	-52.3%	-71.2%	71.4%	52.6%	25.0%	29.3%	19.3%	61.3%
経常利益	1,334	643	430	1,093	580	1,364	750	1,624	1,210
前期比	54.4%	-51.8%	-67.8%	70.0%	34.9%	24.8%	29.3%	19.1%	61.3%
当期純利益	785	383	340	643	330	784	420	934	680
前期比	67.2%	-51.2%	-56.7%	67.9%	-2.9%	21.9%	27.3%	19.1%	61.9%

出所)決算短信より、予想は当センター

投資判断

> 株主還元

◆ 会社側の2013年3月期配当計画は未定

同社は株主への利益還元を重要な経営課題と認識し、内部留保を充実させながら業績に応じた株主還元を実施する方針である。2012年3月期に配当性向11.0%相当の初配1,080円を実施したが、13年3月期の配当計画は未定となっている。

当センターは13年3月期の減益予想から減配は避けられないと考えるも、中期的に配当性向10%程度の配当は継続可能と予想する。

> 株価バリュエーション

◆ 現在の短期的な株価水準はフェアバリューと判断

同業他社比較から、短期的な株価水準はフェアバリューの範囲内と考えられる。現在の新興市場(ジャスダック)平均予想PERは17.4倍程度だが、株式市場全体の水準訂正とアフィリエイト業界の成長性を考慮すると、業界のフェアバリュー水準は予想PER15倍~20倍程度と推察される。

同業他社とのバリュエーション比較

	アドウェイズ	インタースペース	バリューコマース	ファンコミュニケーションズ
株価(円)	102,500	233,600	69,500	2,420
予想PER(倍)	21.7	21.4	21.3	13.8
実績PBR(倍)	1.7	3.5	2.9	4.7
予想配当利回り	0.5%	0.4%	1.4%	1.2%
時価総額(億円)	82.0	80.5	134.3	260.9

注)アドウェイズはアナリスト予想、その他は会社計画

注)株価は2/1終値

> 今後の株価見通し

◆ 中長期的な適正株価水準は142,000円~190,000円を想定

2013年3月期は先行投資負担増で減益が見込まれるものの、14年3月期は投資負担が軽減されるうえ、広告事業と海外事業の牽引で収益モメンタムの転換が予想される。

株価は短期的に株式市場全体の水準訂正に押し上げられているものの、当センターの16年3月期予想EPS9,450.7円に前述した業界フェアバリュー水準を当てはめると、同社の中長期的な適正株価水準は142,000円~190,000円が想定される。

本レポートの特徴

■ 中立・公平な情報を発信

本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属している中立的な立場にあるアナリスト経験者が企業調査及び株価評価を行い、その調査レポートを早稲田大学知的資本研究会が監修することで、国内資本市場の活性化に向けた質の高い客観的な投資情報を提供します。

■ 隠れた強みを持ちながらも、市場から着目されていない企業を選定しカバー

新興市場を中心に、企業の知的資本（隠れた強み）を評価する手法などを活用することで、株価が適正に評価されていない上場企業を発掘し、アナリストレポートを作成・公表することで、企業評価の改善を目的としています。

■ 企業の KPI と知的資本(=隠れた強み)を読み手に伝える分析

本レポートの企業の分析・評価にあたっては、SWOT 分析や M. Porter の競争優位性分析など伝統的な手法を用いて企業の特徴を明らかにし、さらに、今後の成長を測る上で重要な業績指標（KPI）を掲載することで、幅広い投資判断情報を提供いたします。また、株式会社 ICMG が企業の知的資本を伝えるために体系化したフォーマットを採用し、これに基づいて、企業の隠れた強みを探る視点からも評価を試みております。

指標・分析用語の説明

■ 上場来パフォーマンス

新規上場時の公募価格をベースに算出した投資パフォーマンス（年率複利換算）を示すものです

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ σ (標準偏差)

リターンのおぼつき度合いを示す統計値です。値が大きいほどバラツキが大きくなります

■ β (ベータ) 値

個別銘柄の株価変動の大きさが市場指数(例えばTOPIX)の価格変動に比べ大きい小さいかを示す指標です。ベータ値(β 値)が1であれば、市場指数と同じ動きをしたことを示し、1より大きければ市場指数より値動きが大きくなり、1より小さければ市場指数より値動きが小さかったことを示します

■ SWOT 分析

企業の強み(Strength)、弱み(Weakness)、機会(Opportunity)、脅威(Threat)の全体的な評価をSWOT分析と言います

■ ESG

Environment: 環境、Society: 社会、Governance: 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標(ものさし)のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します。本レポートにおけるカバー対象企業の選定では、(株)ICMGの知的資本評価手法を活用しております。

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
 ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
 ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
 ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
 ・一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないため、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
 ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます